

2025 年 04 月 22 日

从 IP 角度看蜜雪冰城情感壁垒

蜜雪集团 (2097. HK)

3 月 14 日，湖北经视“3·15 特别报道”曝光了一家宜昌的蜜雪冰城门店使用隔夜柠檬和橙子切片制作饮品。与其他被 315 点名的品牌舆论走向不同，许多网友下场为蜜雪冰城辩护，自发为其“公关”。为何同样被发现犯错，蜜雪冰城却能够得到消费者如此宽容？我们认为这主要得益于：1) 高效供应链带来的极致性价比，柠檬水低至 4 元/杯，消费者对平价现制饮品的要求更多为“解渴”（功能满足），对其他要求相对较低；2) 情感粘性，雪王 IP 积累的好感度以及代表的情怀和记忆为负面冲击提供缓冲。本文将尝试分析蜜雪冰城是如果将“雪王”打造成 IP 界“顶流”，并实现品牌形象从“低价认知”到“情感认同”的跃迁。

► “雪王”IP 化打造，强化情感连接，提升营销效率

类似于泡泡玛特的 Molly 等形象 IP，雪王背后并没有预设的故事线。自 2018 年雪王诞生以来，公司通过线上运营和线下活动让 IP “活”起来，并围绕 IP 推出不同产品、周边及文化衍生品；随着雪王的形象逐渐鲜活、饱满，其与消费者的情感连接也日益紧密，并在双向互动中产生了社群共同的情感记忆。目前，雪王已成为 IP 界“顶流”之一，其带来的巨大流量降低了公司获客成本，提高了营销效率，据公司招股书，2024 年前三季度，公司品牌推广开支占收入的比例为 0.9%，远低于瑞幸咖啡、霸王茶姬、奈雪的茶等品牌。

► 看好“雪王”IP 的商业价值拓展，未来或有望助力公司获得更多增长可能

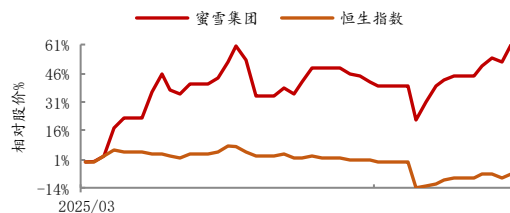
据公司招股书，约 7% (2.3 亿港元) 的募集资金将用于持续深耕品牌 IP，继续挖掘雪王的文化潜力并加强消费者对公司品牌和 IP 的认知度；同时，将通过推出更多以多元形式呈现的优质内容（包括但不限于动画系列、电影及特色商品）来扩大雪王的内容矩阵。雪王 IP 已经在与消费者的互动中积累了极高的人气，并形成了独特的 IP 辨识度，在“谷子”经济火热的当下，我们看好中长期雪王 IP 带来的商业价值。

投资建议

公司在平价现制饮品赛道具有品牌统治力，极致供应链带来的价格优势和雪王 IP 带来的情感壁垒稳固。展望未来，我们认为公司具有多重增长动力：1) 蜜雪冰城品牌将进一步拓展乡镇市场和深耕现有市场，国内仍有较大开店空间；2) 海外市场和幸运咖品牌正成为第二增长曲线；3) 看好雪王 IP 的商业价值拓展。我们预计 2025-2027 年，公司实现收入 295.79/333.68/363.51 亿元，归母净利润 53.20/60.83/66.97 亿元，EPS 为 14.01/16.02/17.64 元，最新股价（4 月 17 日收盘

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格(港元)：	
最新收盘价(港元)：	466.6
股票代码：	2097
52 周最高价/最低价(港元)：	478.0/256.0
总市值(亿港元)	1,771.30
自由流通市值(亿港元)	704.02
自由流通股数(百万)	150.88



分析师：刘文正
邮箱：liuwz1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120524120007
联系电话：

分析师：许光辉
邮箱：xugh@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523020002
联系电话：

分析师：王璐
邮箱：wanglu2@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523040001
联系电话：

分析师：邓奕辰
邮箱：dengyc@hx168.com.cn
SAC NO：S1120525020001
联系电话：

华西商社&海外团队联合覆盖

价 466.60 港元，汇率 1HKD=0.94CNY）对应 PE 分别为 31.3/27.4/24.9X。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧，门店拓展不及预期，海外市场政策、合规等相关风险，食品安全风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20302.47	24828.87	29579.17	33368.10	36351.46
YoY (%)	49.55%	22.29%	19.13%	12.81%	8.94%
归母净利润(百万元)	3137.34	4436.50	5319.55	6083.30	6696.81
YoY (%)	57.13%	41.41%	19.90%	14.36%	10.09%
毛利率 (%)	29.55%	32.46%	32.70%	32.90%	33.00%
每股收益 (元)	8.71	12.32	14.01	16.02	17.64
ROE (%)	0.30	0.30	0.26	0.23	0.20
市盈率			31.30	27.37	24.86

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 引言	4
2. 蜜雪冰城在平价现制饮品赛道具有品牌统治力	4
3. “雪王” IP 带来情感壁垒	5
4. 盈利预测与投资建议	8
5. 风险提示	10

图表目录

图 1 我国现制饮品在饮料市场的渗透率不断提升	4
图 2 近几年我国现制饮品平价赛道增速最快	4
图 3 我国现制饮品市场份额 (2023 年)	5
图 4 我国现制饮品各价格带龙头市场份额 (2023 年)	5
图 5 公司极致高效的供应链体系	5
图 6 公司围绕“雪王” IP 的热门营销事件及动作	6
图 7 TikTok 上的国外年轻人自发雪王 cosplay 活动	7
图 8 雪王和部分热门 IP 在社交平台上的热度对比	7
图 9 部分现制饮品公司广告及推广开支占收入比例	7
图 10 “蜜雪冰城 雪王魔法铺”已上架的部分雪王周边	8
表 1 公司 2025-2027 年盈利预测表	9
表 2 可比公司估值表	10

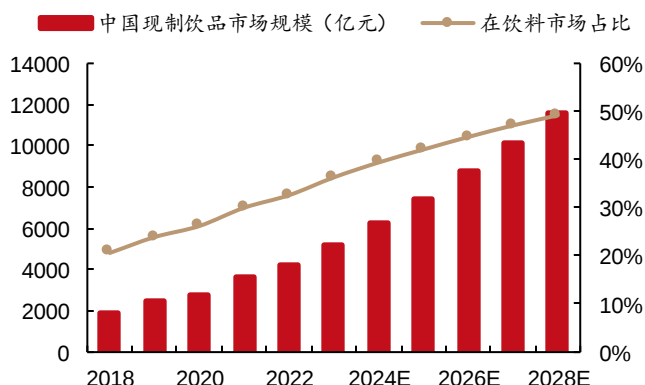
1. 引言

3月14日，湖北经视“3·15特别报道”曝光了一家宜昌的蜜雪冰城门店使用隔夜柠檬和橙子切片制作饮品。与其他被315点名的品牌舆论走向不同，许多网友下场为蜜雪冰城辩护，自发为其“公关”。为何同样被发现犯错，蜜雪冰城却能够得到消费者如此宽容？我们认为这主要得益于：1）高效供应链带来的极致性价比，柠檬水低至4元/杯，消费者对平价现制饮品的要求更多为“解渴”（功能满足），对其他要求相对较低；2）情感粘性，雪王IP积累的好感度以及代表的情怀和记忆为负面冲击提供缓冲。

2. 蜜雪冰城在平价现制饮品赛道具有品牌统治力

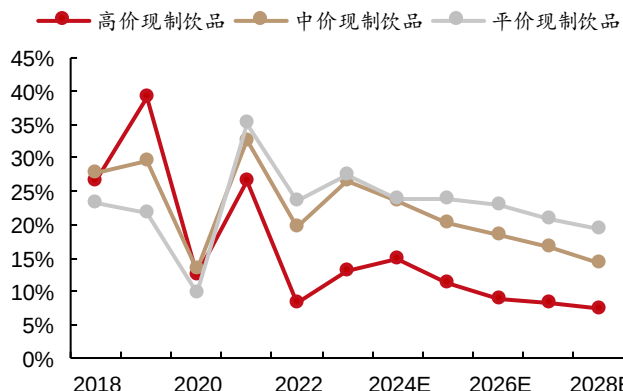
平价现制饮品市场在我国现制饮品市场不同价格带中增速最快。据公司招股书，2021-2023年，我国平价/中价/高价现制饮品市场规模CAGR+25.6%/+23.0%/+10.6%，预计2024-2028年CAGR+21.8%/+17.4%/+8.9%。我们认为平价现制饮品赛道的快速增长并不一定意味着消费降级，而是消费习惯的渗透（对预包装饮料的替代），近年来我国现制饮品在饮料市场的渗透率不断提升。

图1 我国现制饮品在饮料市场的渗透率不断提升



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

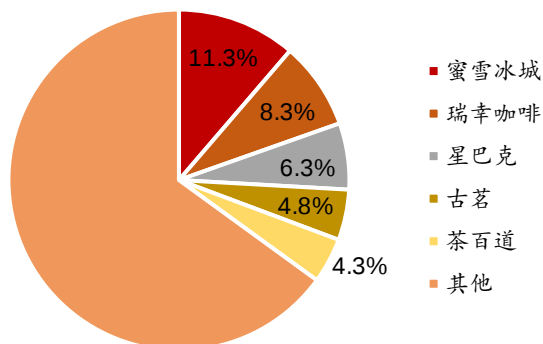
图2 近几年我国现制饮品平价赛道增速最快



资料来源：公司招股书，华西证券研究所（注：平价对应产品单价不高于10元，中价对应产品单价介于10-20元，高价对应产品单价不低于20元）

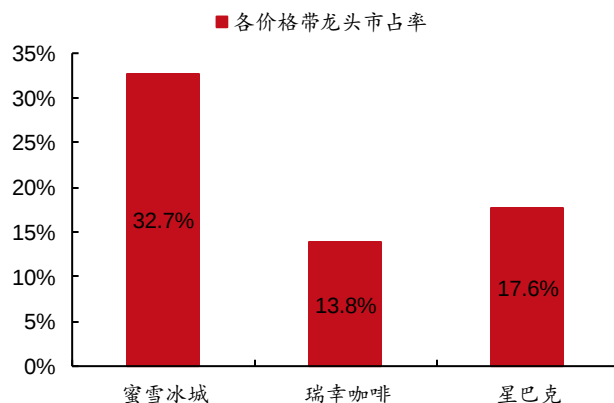
平价现制饮品市场竞争格局优于中高价现制饮品市场。据公司招股书，以2023年的终端零售额计，我国前五大现制饮品企业分别为蜜雪冰城（平价）、瑞幸咖啡（中价）、星巴克（高价）、古茗（中价）、茶百道（中价）；其中，蜜雪冰城在平价现制饮品市场份额达32.7%，星巴克在平价现制饮品市场份额为17.6%，瑞幸咖啡/古茗/茶百道在中价现制饮品市场份额为13.8%/8.0%/7.1%。平价现制饮品市场竞争格局优于中价&高价现制饮品市场，我们认为核心原因在于中价&高价留给加盟商和品牌商的利润空间较大，因此对品牌的供应链和门店运营效率等包容性更强，导致市场竞争较为激烈、集中度较低；而对于10元以下的平价现制饮品市场，为了保障加盟商和品牌商的利润，必须具备高效的供应链和门店运营效率。

图3 我国现制饮品市场份额(2023年)



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

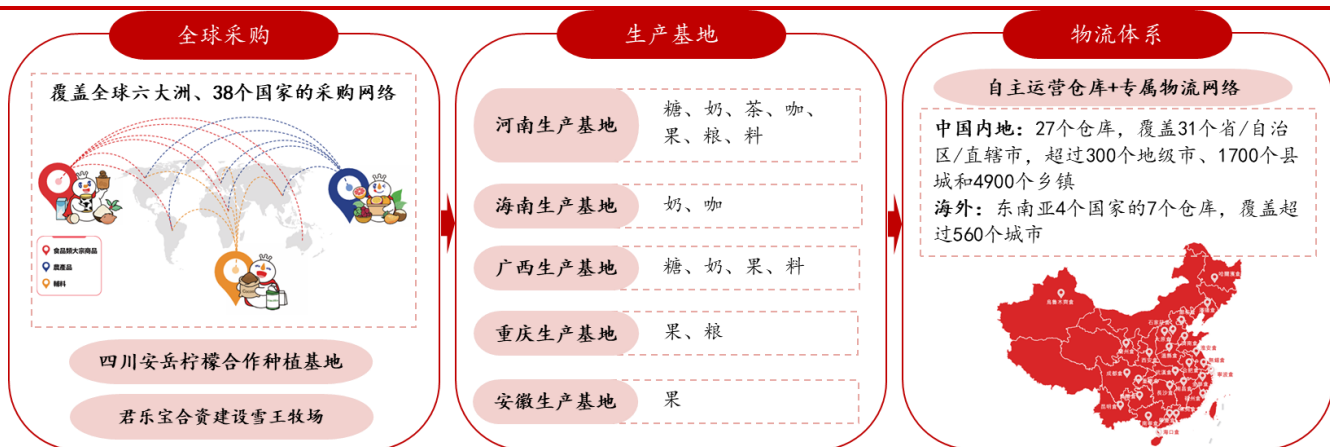
图4 我国现制饮品各价格带龙头市场份额(2023年)



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

极致高效的供应链及品牌 IP 带来的情感壁垒，造就蜜雪冰城在平价现制饮品市场的品牌统治力。目前，蜜雪冰城在平价现制饮品市场份额达 30% 以上，门店数量超 4 万家，呈现断崖式领先；随着 2024 年开店策略进一步向乡镇市场推进，蜜雪冰城预计将对乡镇地区品牌形成“降维打击”，市占率有望进一步提升。我们认为蜜雪冰城在平价现制饮品市场的品牌统治力的形成主要归功于其极致高效的供应链（详见 2025 年 3 月 1 日外发报告《纵观国内头部茶饮品牌，为何看好蜜雪冰城的发展？》），以及品牌 IP 带来的情感壁垒。

图5 公司极致高效的供应链体系



资料来源：公司招股书，公司 2024 年业绩公告，华西证券研究所

3. “雪王” IP 带来情感壁垒

随着国内社会经济文化的不断发展，消费者愈发渴望从消费中获得多元价值和情感共鸣，IP 营销成为新消费品牌持续曝光以及与消费者建立情感连接的重要手段。目前大多现制饮品品牌主要采取与外部 IP 联名或与流量明星绑定的方式，而蜜雪冰城则采取自创 IP 的方式，打造独特品牌影响力。2018 年，蜜雪冰城打造了新的品牌

形象和终身代言人——雪王，一个手持冰淇淋权杖、憨态可掬的卡通人物，并通过打造 CP、推出主题曲等丰富雪王的形象。

雪王 IP 化打造，让品牌“活”起来，强化与消费者的情感连接。雪王背后并没有预设的故事线（与泡泡玛特的 Molly 等 IP 类似），而是通过持续输出内容，由消费者赋予其人格：1）公司为雪王在抖音、B 站、小红书等平台建立了独立账号，并上传一系列原创短视频，且内容一般与一些偏治愈、暖心的时下热点紧密结合；2）以遍布全国的门店为阵营，通过人偶的线下活跃实现消费者和雪王的广泛互动，并形成了雪王 IP 独特的 UGC 生态；3）通过动画赋予雪王更饱满的精神与血肉。随着雪王的形象逐渐鲜活、饱满，其与消费者的情感连接也日益紧密，并在双向互动中产生了社群共同的情感记忆，如代表全体消费者的“阿桔”雪王。

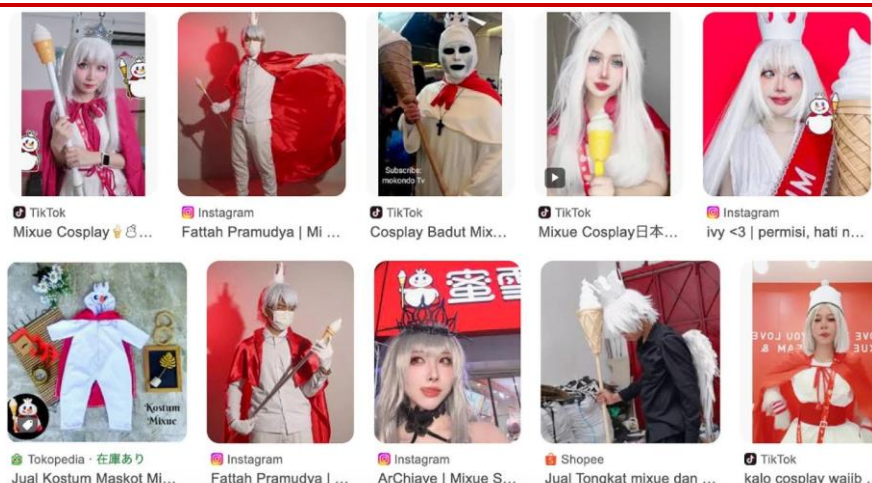
图 6 公司围绕“雪王”IP 的热门营销事件及动作



资料来源：DT 商业观察，公司官网，蜜雪冰城雪王公众号，SocialBeta，华西证券研究所

全球扩张的“文化名片”，降低跨文化沟通成本。正如麦当劳凭借虚拟代言人“麦当劳叔叔”快乐活泼的形象克服了中美文化差异，获得中国消费者的认可，蜜雪冰城也可凭借雪王 IP 渗透海外消费者的心智。据华与华公众号，在 TikTok 上，国外年轻人会自发雪王 cosplay 活动；在印尼服装店，印着雪王的 T 恤和拖鞋随处可见。

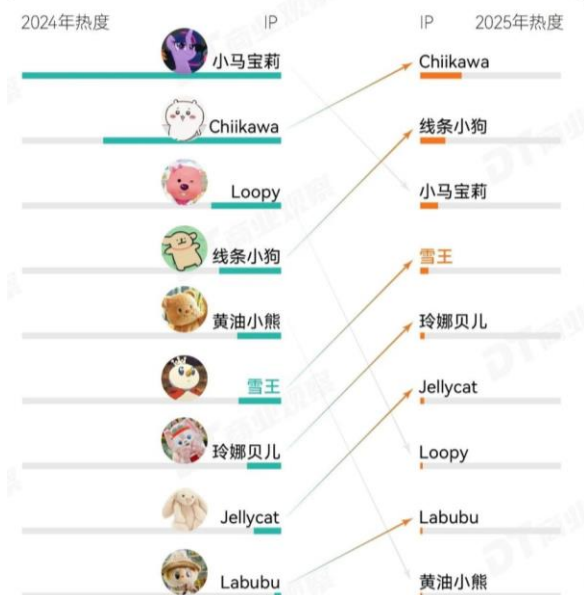
图 7 TikTok 上的国外年轻人自发雪王 cosplay 活动



资料来源：华与华公众号，华西证券研究所

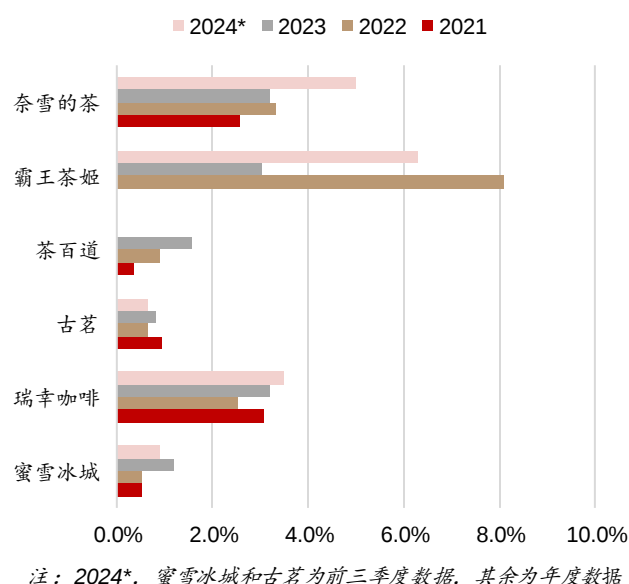
低成本撬动高流量，提升营销效率。据 DT 商业观察援引的数说聚合数据，2024 年声量和互动量较高的 IP 中，雪王的排名虽然比小马宝莉、Chiikawa、Loopy、线条小狗要低，但已经超过了玲娜贝儿和 Jellycat；2025 年 1-2 月，因为敲钟上市，雪王更是跻身第四名，已成为 IP 界“顶流”之一。雪王 IP 带来的巨大流量降低了公司获客成本，提高了营销效率，据公司招股书，2024 年前三季度，公司品牌推广开支占收入的比例为 0.9%，远低于瑞幸咖啡、霸王茶姬、奈雪的茶等品牌。

图 8 雪王和部分热门 IP 在社交平台上的热度对比



资料来源：DT 商业观察，华西证券研究所

图 9 部分现制饮品公司广告及推广开支占收入比例



注：2024*，蜜雪冰城和古茗为前三季度数据，其余为年度数据

资料来源：各公司公告及招股书，华西证券研究所

看好雪王 IP 的商业价值拓展，未来或有望助力公司获得更多增长可能。据公司招股书，约 7%（2.3 亿港元）的募集资金将用于持续深耕品牌 IP，继续挖掘雪王的

文化潜力并加强消费者对公司品牌和 IP 的认知度；同时，将通过推出更多以多元形式呈现的优质内容（包括但不限于动画系列、电影及特色商品）来扩大雪王的内容矩阵。雪王 IP 已经在与消费者的互动中积累了极高的人气，并形成了独特的 IP 辨识度，在“谷子”经济火热的当下，我们看好中长期雪王 IP 带来的商业价值。

图 10 “蜜雪冰城 雪王魔法铺”已上架的部分雪王周边



资料来源：淘宝，华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

- 1) **门店端：**据公司 2024 年业绩公告，对于国内市场，蜜雪冰城品牌将进一步开拓新市场和深耕现有市场，幸运咖品牌将加速进行门店布局；对于海外市场，将继续专注于开拓东南亚市场并继续扩大当地的加盟门店网络，同时计划适时开拓其他市场。我们假设 2025-2027 年，公司新开加盟店 9000/8500/8000 家，闭店率维持 2024 年的 4.3% 水平，直营店维持 17 家。
- 2) **单店端：**随着公司门店持续加密和下沉，单店商品销售收入增长或将放缓。我们假设 2025-2027 年，公司单店商品销售收入同比+1%/+0%/-1%，单店设备销售收入及单店加盟和相关服务收入维持 2024 年水平。
- 3) **成本费用端：**据公司 2024 年业绩公告，公司将持续提升供应链体系的广度和深度，并致力于以数字化和智能化赋能各个业务环节。我们假设 2025-2027 年，公司毛利率分别为 32.7%/32.9%/33.0%，销售费用率分别为 6.4%/6.2%/6.0%，管理费用率和研发费用率分别维持 3.0% 和 0.4% 水平。

表 1 公司 2025-2027 年盈利预测表

单位：百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	13,576	20,302	24,829	29,579	33,368	36,351
YoY	31.2%	49.6%	22.3%	19.1%	12.8%	8.9%
-商品销售	12,551	19,160	23,452	28,196	31,924	34,857
-设备销售	748	737	756	645	609	573
-加盟和相关服务	276	406	620	738	835	921
门店（家）	28,983	37,565	46,479	53,486	59,693	65,134
净增	8,982	8,582	8,914	7,007	6,207	5,441
-加盟店	28,929	37,516	46,462	53,469	59,676	65,117
新开	9,671	9,894	10,555	9,000	8,500	8,000
关闭	696	1,307	1,609	1,993	2,293	2,559
闭店率	3.5%	4.5%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
-直营店	54	49	17	17	17	17
毛利率	28.3%	29.5%	32.5%	32.7%	32.9%	33.0%
管理费用率	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
销售费用率	5.7%	6.5%	6.4%	6.4%	6.2%	6.0%
研发费用率	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
归母净利润	1,997	3,137	4,437	5,320	6,083	6,697
YoY	4.5%	57.1%	41.4%	19.9%	14.4%	10.1%

资料来源：wind，华西证券研究所

综上，预计 2025-2027 年，公司收入分别为 295.79/333.68/363.51 亿元，同比分别+19.1%/+12.8%/+8.9%；归母净利润分别为 53.20/60.83/66.97 亿元，同比分别+19.9%/+14.4%/+10.1%；EPS 分别为 14.01/16.02/17.64 元，最新股价（4 月 17 日收盘价 466.60 港元，汇率 1HKD=0.94CNY）对应 PE 分别为 31.3/27.4/24.9X。

我们选取三类可比公司：1) 以星巴克、古茗、茶百道为代表的头部现制饮品公司，2025 年平均 PE 为 21.0X；2) 以百胜中国、海底捞为代表的细分餐饮赛道龙头公司，2025 年平均 PE 为 17.4X；3) 以泡泡玛特为代表的潮玩 IP 公司，2025 年 PE 为 42.1X。公司在平价现制饮品赛道具有品牌统治力，极致供应链带来的价格优势和雪王 IP 带来的情感壁垒稳固。展望未来，我们认为公司具有多重增长动力：1) 蜜雪冰城品牌将进一步拓展乡镇市场和深耕现有市场，国内仍有较大开店空间；2) 海外市场 and 幸运咖品牌正成为第二增长曲线；3) 看好雪王 IP 的商业价值拓展，未来或有望助力公司获得更多增长可能。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 2 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
SBUX. O	星巴克	81.50	3.31	2.94	3.61	24.6	27.7	22.6
1364. HK	古茗	16.64	0.71	0.78	0.92	23.4	21.3	18.1
2555. HK	茶百道	8.28	0.34	0.59	0.68	24.4	14.0	12.2
平均值							21.0	17.6
9987. HK	百胜中国	44.08	2.33	2.56	2.78	18.9	17.2	15.9
6862. HK	海底捞	16.36	0.87	0.93	1.01	18.8	17.6	16.2
平均值							17.4	16.0
9992. HK	泡泡玛特	154.63	2.35	3.67	4.98	65.8	42.1	31.1
2097. HK	蜜雪集团	438.60	12.32	14.01	16.02	35.6	31.3	27.4

资料来源: wind, Bloomberg, 华西证券研究所

注: 星巴克和百胜中国单位为美元, 其余为人民币; 股价和汇率均取自 2025 年 4 月 18 日, 1HKD=0.94CNY; 星巴克 EPS 取自 Bloomberg 一致预期, 其他除蜜雪集团外 EPS 均取自 wind 一致预期

5. 风险提示

行业竞争加剧, 门店拓展不及预期, 海外市场政策、合规等相关风险, 食品安全风险。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24828.87	29579.17	33368.10	36351.46	净利润		5319.55	6083.30	6696.81
YoY (%)	22.29%	19.13%	12.81%	8.94%	折旧和摊销		568.54	454.83	363.87
营业成本	16768.67	19906.78	22389.99	24355.48	营运资金变动		87.50	70.32	55.10
营业税金及附加					经营活动现金流		5796.81	6432.72	6942.48
销售费用	1599.47	1893.07	2068.82	2181.09	资本开支		0.00	0.00	0.00
管理费用	755.12	887.38	1001.04	1090.54	投资		0.00	0.00	0.00
财务费用	6.37	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流		200.00	200.00	200.00
资产减值损失					股权募资		0.00	0.00	0.00
投资收益	-3.02	0.00	0.00	0.00	债务募资		0.00	0.00	0.00
营业利润	5600.42	6767.01	7767.30	8570.81	筹资活动现金流		0.00	0.00	0.00
营业外收支					现金净流量		5996.81	6632.72	7142.48
利润总额	5810.58	6967.01	7967.30	8770.81	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	1356.38	1626.25	1859.73	2047.29	成长能力				
净利润	4454.20	5340.77	6107.57	6723.52	营业收入增长率	22.29%	19.13%	12.81%	8.94%
归属于母公司净利润	4436.50	5319.55	6083.30	6696.81	净利润增长率	41.41%	19.90%	14.36%	10.09%
YoY (%)	41.41%	19.90%	14.36%	10.09%	盈利能力				
每股收益(元)	12.32	14.01	16.02	17.64	毛利率	32.46%	32.70%	32.90%	33.00%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率	17.87%	17.98%	18.23%	18.42%
货币资金	4335.12	10331.93	16964.65	24107.13	总资产收益率 ROA	22.43%	20.47%	18.56%	16.73%
预付款项					净资产收益率 ROE	29.66%	26.24%	23.08%	20.26%
存货	2215.35	2629.94	2958.00	3217.67	偿债能力				
其他流动资产	1315.80	1567.55	1768.34	1926.44	流动比率	2.63	3.47	4.28	5.09
流动资产合计	11896.05	18662.14	25905.84	33530.75	速动比率	1.85	2.69	3.50	4.31
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.96	1.92	2.80	3.66
固定资产	5317.83	4775.42	4341.49	3994.35	资产负债率	23.87%	21.47%	19.10%	16.98%
无形资产	424.15	398.02	377.12	360.39	经营效率				
非流动资产合计	7887.27	7318.73	6863.90	6500.03	总资产周转率	1.44	1.29	1.14	1.00
资产合计	19783.32	25980.87	32769.74	40030.78	每股指标（元）				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	12.32	14.01	16.02	17.64
应付账款及票据	1767.26	2097.99	2359.70	2566.84	每股净资产	39.40	53.41	69.43	87.07
其他流动负债	2455.27	2925.01	3299.69	3594.70	每股经营现金流		15.27	16.95	18.29
流动负债合计	4516.84	5373.62	6054.92	6592.44	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	205.66	205.66	205.66	205.66	PE		31.30	27.37	24.86
非流动负债合计	205.66	205.66	205.66	205.66	PB		8.21	6.32	5.04
负债合计	4722.50	5579.28	6260.58	6798.10					
股本	360.00	360.00	360.00	360.00					
少数股东权益	105.30	126.52	150.79	177.50					
股东权益合计	15060.82	20401.59	26509.16	33232.68					
负债和股东权益合计	19783.32	25980.87	32769.74	40030.78					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。